

# Letko, Brosseau & Associés Inc.

## Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Juin 2013

### Sommaire

- La croissance économique mondiale s'accélénera en 2014, alors que le resserrement budgétaire s'estompe dans les principales économies développées.
- Les facteurs fondamentaux sous-jacents demeurent solides aux États-Unis. Le secteur privé est le principal moteur de l'économie.
- Le Canada connaîtra une croissance mitigée au cours des deux prochaines années. Les dépenses de consommation, le secteur du logement et les investissements liés à l'énergie ralentiront.
- L'économie de la zone euro demeure faible, les réformes structurelles progressant graduellement. Un relâchement de l'austérité favorisera le redressement de la conjoncture économique.
- La pente de la courbe de rendements s'étant accentuée, le rendement de l'indice obligataire DEX Univers est de -1,6 % pour les derniers six mois. Les taux d'intérêt sont aux premiers stades d'une normalisation vers des niveaux plus élevés. Le profil risque-rendement des titres à revenu fixe est médiocre.
- Des facteurs fondamentaux justifient l'avancée des marchés boursiers. Que ce soit en termes absolus ou en comparaison aux obligations, les évaluations des actions sont attrayantes.

Les marchés financiers semblent vouloir s'aligner sur les réalités économiques. Les détenteurs d'obligations comprennent que les banques centrales ne peuvent pas manipuler indéfiniment les conditions monétaires et que les bas taux d'intérêt sont incompatibles avec le raffermissement de l'économie. Depuis le début de l'année, les taux des obligations américaines et canadiennes à 10 ans ont respectivement augmenté de 74 et 65 points de base. Parallèlement, les indices boursiers ont généralement monté, les investisseurs anticipant pour 2014 une amélioration de la conjoncture qui permettra aux entreprises de croître leurs bénéfices. Pour le premier semestre de cette année, le rendement total de l'indice MSCI Monde a atteint 14,6 % (en dollars canadiens).

Pour 2014, nous continuons de tabler sur une accélération progressive de la croissance pour les principales économies développées et en développement. Aux États-Unis et en Europe, le relâchement de l'effet de frein lié aux mesures d'austérité budgétaire stimulera l'activité économique. Au Canada, le marché intérieur surmonte les déséquilibres causés par la surchauffe du secteur du logement et par l'endettement élevé des consommateurs. L'analyse détaillée de l'économie canadienne confirme les prévisions que nous renouvelons depuis deux ans déjà : la croissance au Canada restera inférieure à la tendance jusqu'à ce que les excès de dépenses des consommateurs aient été résorbés.

Notre stratégie d'investissement n'a pas changé. Comme nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt continuent de monter vers des niveaux plus normaux, nous gérons prudemment nos portefeuilles obligataires avec des durées relativement courtes et une surveillance attentive

de la qualité des titres. Quant aux actions, elles devraient produire des rendements solides, dépassant largement ceux des quasi-espèces et des obligations.

### L'économie américaine trouvera un nouveau souffle en 2014

Les données agrégées provenant des États-Unis révèlent une conjoncture économique terne. Pour le premier trimestre, le PIB réel et le PIB nominal ont respectivement gagné 1,6 % et 3,3 % par rapport à la période correspondante de l'année dernière. Cette croissance est demeurée concentrée dans le secteur privé ; les dépenses des consommateurs ont augmenté de 3,1 % et les investissements non résidentiels de 4,7 %, alors que le secteur du logement a gagné 17,3 %. Le déficit commercial a légèrement diminué grâce à la fois à une augmentation des exportations et à une baisse des importations d'énergie. Les dépenses du secteur public ont baissé de 1,0 % par rapport à l'année dernière.

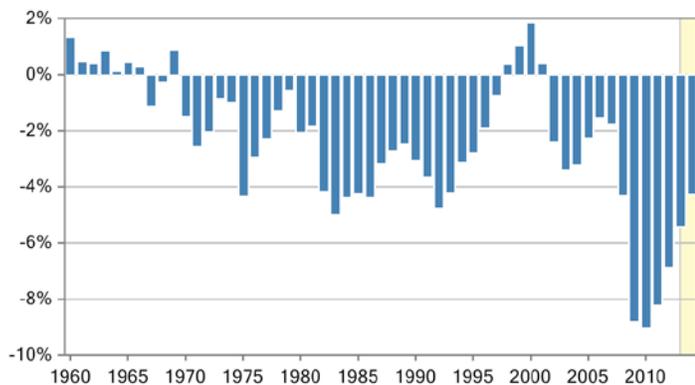
L'amélioration du marché du travail est entièrement attribuable à la création d'emplois par le secteur privé. Le nombre d'emplois a augmenté de 1,6 % (jusqu'à mai) par rapport à l'année dernière, avec une amélioration de 1,9 % dans le secteur privé mais une baisse de 0,3 % dans le secteur public. En vigueur depuis le début de l'année, la hausse des impôts sur le revenu et des charges sociales a réduit à 1,7 % l'augmentation du revenu disponible bien que les rémunérations avant impôts aient monté de 3,2 % (3,8 % dans le secteur privé).

D'autres indicateurs américains laissent aussi prévoir une amélioration progressive. Les ventes au détail sont en hausse de 3,7 % depuis un an. La production industrielle totale a progressé de 2,2 % et le nombre de chargements ferroviaires, hors charbon et céréales, a augmenté de 3,0 %. Les commandes de biens durables, actuellement en hausse de 3,1 % par rapport à l'année dernière, laissent prévoir une croissance soutenue.

Graphique 1

#### É.-U. - Déficit du gouvernement fédéral

En % du PIB



Source: Bureau of Economic Analysis, Letko Brosseau. Ombragé pour prévisions

La faible croissance de l'économie américaine est le résultat de l'adoption de mesures budgétaires dont les effets s'atténueront progressivement. Le déséquilibre du budget fédéral s'est nettement amélioré (graphique 1). Du fait de la hausse des recettes et de la compression des dépenses, le déficit fédéral a baissé de 6,8 % du PIB au premier trimestre de 2012 à 4,9 % du PIB au premier trimestre de 2013.

En 2014, nous prévoyons que l'activité économique reposera encore sur le secteur privé. Notre rapport économique de mars 2013 suggérait que, à moyen terme, la croissance aux États-Unis reposerait sur trois piliers : le logement, les investissements des entreprises et le commerce extérieur. Le marché du logement amorce une reprise qui s'étalera sur de nombreuses années.

Les entreprises américaines devraient améliorer leurs bénéfices à des rythmes égaux ou supérieurs à la croissance du PIB nominal, ce qui leur permettra d'accroître encore leurs investissements. Nous prévoyons aussi une accélération des investissements dans les secteurs du pétrole, du gaz et de la pétrochimie, et l'augmentation de la production d'énergie entraînera une amélioration de la balance commerciale. Enfin, l'assouplissement progressif de l'austérité budgétaire desserrera le principal frein à la croissance.

Pour 2013, nous avons prévu une progression de 1,5 % - 2,0 % du PIB réel américain. En 2014, nous pensons que l'économie américaine grandira de 2,5 %-3,0 %, un rythme de croissance plus compatible avec la moyenne historique.

### **Pour la zone euro, un assouplissement des mesures d'austérité**

En Europe, en dépit de la faiblesse des données économiques du premier trimestre, la conjoncture semble avoir atteint son creux. L'année dernière, le PIB réel a fléchi de 0,8 % pour l'ensemble de l'Union européenne et sa ventilation montre que seuls des pays n'appartenant pas à la zone euro ont amélioré le leur : Suède +1,7 % ; Suisse +1,1 % ; Royaume-Uni +0,6 % ; Allemagne -0,3 % ; France -0,4 % ; Pays-Bas -1,7 % ; Espagne -2,0 % ; Italie -2,4 %.

Le chômage, dont l'évolution accuse normalement un retard par rapport à celle de l'activité économique, a atteint 12,2 % en avril, comparativement à 11,2 % l'année dernière, ce qui incite vivement les autorités de la zone euro à adopter des politiques de stimulation. Mais un coup d'œil sur les statistiques les plus récentes montre que le rythme de la contraction ralentit dans la zone euro. En mai, le PMI manufacturier a atteint 48,7 comparativement à 47,0 en mars.

En Allemagne, le resserrement du budget est achevé car le déficit zéro est maintenant atteint. Un consensus a été atteint au sein de l'Union européenne afin que les pays membres bénéficient de délais plus longs pour atteindre leurs cibles de déficit. Comme les dépenses publiques représentent en moyenne 48 % du PIB de la zone, un relâchement de l'austérité devrait entraîner une amélioration progressive de l'économie. En outre, la poursuite des réformes structurelles devrait, à long terme, permettre à la zone euro d'améliorer sa compétitivité. Les signes précurseurs d'un redressement comprennent l'augmentation sensible de l'excédent commercial de la région et le resserrement des écarts dans les coûts unitaires de la main-d'œuvre des pays membres.

Dans la zone euro, la situation économique restera difficile en 2013, en bonne partie pour des raisons politiques : l'ampleur du chômage et l'instabilité sociale qu'elle cause mettront à l'épreuve la volonté des autorités pour poursuivre les réformes. En 2014, nos prévisions de base indiquent une croissance du PIB réel allant de 0 % à 1,0 %.

### **Au Japon, une frénésie d'achats d'obligations**

Le Japon a adopté une politique monétaire fortement expansionniste. Sa banque centrale a lancé en avril un programme d'achat d'actifs financiers, surtout des obligations d'État japonaises, pouvant atteindre 13 % du PIB par année. Cette décision a eu un impact important sur la monnaie et les marchés boursiers du pays : depuis novembre 2012, le yen a perdu 19,3 % sur le dollar US, et le Nikkei a monté de 46,4 % en devise locale.

Pour le moment, les statistiques japonaises révèlent peu de signes de succès. Au premier trimestre, le PIB réel n'a augmenté que de 0,2 %. La Banque du Japon s'efforce de pousser l'inflation à 2 % mais celle-ci stagne à -0,7 %. La balance commerciale continue de se dégrader : depuis un an, les importations ont augmenté plus rapidement (+8,9 %) que les exportations (+0,7 %).

Mais la balance commerciale devrait maintenant s'améliorer car la baisse du yen stimule la demande étrangère pour les produits japonais. Quoiqu'il en soit, on ignore encore quels seront les effets ultimes à moyen terme de cette forte expansion monétaire.

### **Le FMI prévoit pour 2014 une accélération de la croissance mondiale**

Selon le FMI, le PIB réel mondial devrait augmenter de 3,1 % en 2013 mais la croissance sera inférieure à la moyenne pour les économies avancées (1,2 %) et supérieure pour les marchés émergents (5,0 %). Au premier trimestre de 2013, le PIB réel a augmenté de 7,7 % en Chine et de 4,8 % en Inde. La

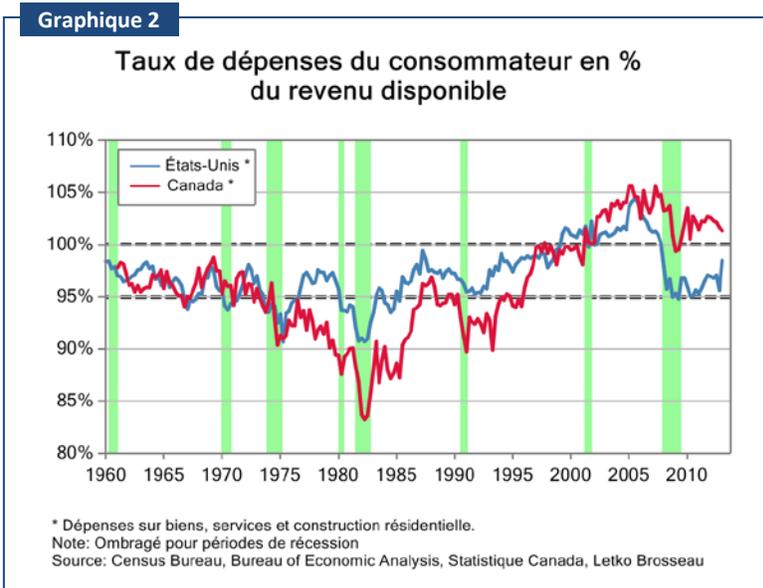
croissance a été inégale dans les pays asiatiques en développement : elle a été élevée dans les pays du Sud-Est asiatique, surtout en Indonésie (6,0 %), en Malaisie (4,1 %) et en Thaïlande (5,4 %), alors qu'elle a ralenti dans les pays développés. Le PIB réel n'a augmenté que de 1,5 % en Corée du Sud et de 1,7 % à Taiwan. Les difficultés que subissent les pays européens industrialisés n'épargnent pas les économies voisines : le PIB réel n'a augmenté que de 1,6 % en Russie, de 0,5 % en Pologne et de 1,4 % en Turquie. En Amérique du Sud, la croissance a ralenti au Brésil (1,9 %) et au Mexique (0,8 %), tandis que le Chili a progressé à un rythme annuel de 4,1 %.

Le FMI prévoit pour 2014 un PIB réel en progression de 3,8 %, soutenu par une accélération de l'économie américaine et une reprise de la croissance dans la zone euro.

### Au Canada, l'économie piétine

L'économie canadienne n'a que peu souffert de la crise financière de 2008-2009 et de la récession ; son PIB réel a progressé de 3,4 % en 2010, de 2,5 % en 2011 et de 2,1 % en 2012. En un an et demi environ, tous les emplois perdus pendant la récession ont été remplacés. Aux États-Unis, par contre, le nombre de travailleurs actifs reste encore inférieur de 2,4 millions d'emplois par rapport au sommet atteint avant la récession. Le système bancaire canadien n'a pas subi les lourdes pertes sur les prêts ni le poids du désendettement et des recapitalisations auxquels beaucoup de banques mondiales ont dû faire face après la crise financière. L'accessibilité au crédit, restée facile au Canada dans le contexte de taux d'intérêt faibles, a provoqué chez les consommateurs des hausses sans précédent des dépenses par rapport aux revenus, ainsi que des prix des maisons et de l'endettement des ménages. Nous l'avions déjà souligné dans notre rapport économique de juin 2011 et nous ajoutons alors que des déséquilibres se formaient dans l'économie canadienne et que, à moyen terme, la croissance resterait probablement inférieure à la tendance.

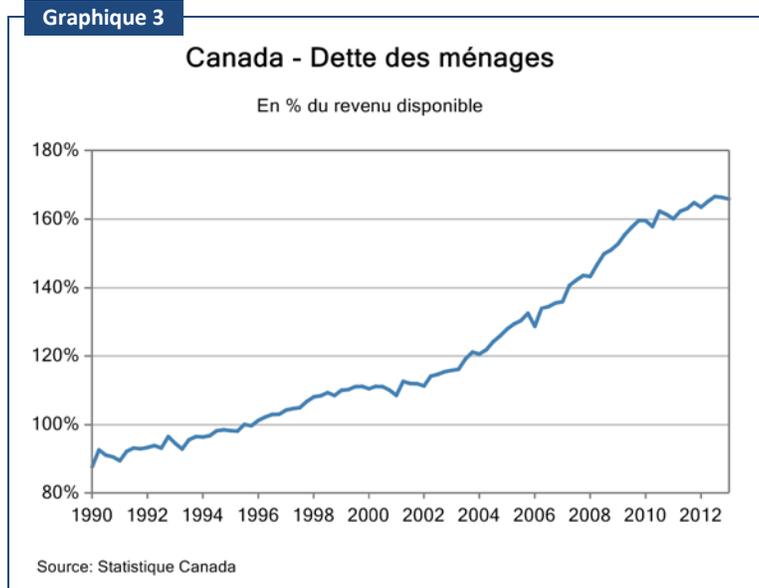
L'actualisation de nos prévisions de croissance pour le Canada tient compte de trois considérations majeures. D'abord, l'activité économique reposera de moins en moins sur la consommation et le logement. Cette réorientation nécessaire a été délibérément provoquée par les autorités politiques pour freiner l'endettement des consommateurs. Deuxièmement, la croissance à court terme s'appuiera peu sur le commerce extérieur parce que le cours du dollar canadien reste au-dessus de sa juste valeur estimée. Enfin, les investissements dans le secteur des ressources devraient marquer une pause après dix ans de forte progression. Ensemble, ces facteurs freineront la croissance au cours des deux prochaines années.



Le rapport entre la consommation plus l'investissement immobilier, et le revenu, a atteint un sommet de 107 % en 2007 et le processus de retour vers un niveau plus approprié semble maintenant amorcé (graphique 2). Pour dégonfler lentement une éventuelle bulle immobilière d'ampleur nationale, les autorités fédérales ont, en juin 2012, réduit de 30 à 25 ans la période maximale d'amortissement pour les emprunts hypothécaires domiciliaires assurés. Cette mesure, qui a suivi une série de raffermissements des conditions de crédit, a eu un impact direct sur l'accessibilité au logement car elle a fait monter de 12,5 % les

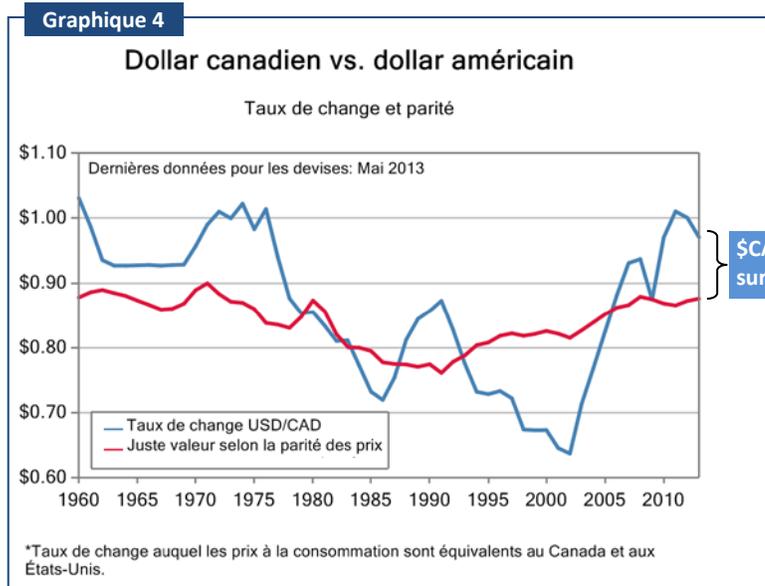
mensualités exigées sur les emprunts.

Aussitôt après l'adoption de cette mesure, le marché du logement a commencé à fléchir. Les ventes de maisons existantes ont reculé de 5,5 % depuis juillet 2012. Le rythme annuel de la hausse des prix des maisons a ralenti à 2,0 %, comparativement à 4,6 % en juillet 2012. De mai 2012 à mai 2013, les mises en chantier de nouvelles maisons ont également baissé de 18,4 %, à 186 000 unités. Nous prévoyons que le marché canadien du logement restera faible car la hausse des taux d'intérêt en réduira encore l'accessibilité. En outre, les banques et la SCHL (Société canadienne d'hypothèques et de logement) n'assoupliront probablement pas à moyen terme leurs conditions car l'endettement des ménages reste élevé (graphique 3).



Nous pensons que le ralentissement des investissements résidentiels et commerciaux freinera la croissance du marché du travail. En mai, par rapport à l'année précédente, le nombre d'emplois total avait augmenté de 1,4 % mais de 1,1 % seulement dans le secteur privé. Si nous excluons le secteur du bâtiment, l'augmentation du nombre d'emplois dans le secteur privé n'a pas dépassé 0,2 % depuis six mois. Selon nos prévisions, la croissance de l'emploi au Canada ne dépassera pas 0,5 %-1,0 % par an. Le revenu disponible augmentera de 2,5 % à 3,0 % et la progression nominale des dépenses des consommateurs sera égale, sinon inférieure à ces chiffres.

Le commerce extérieur, qui contribue traditionnellement à la croissance économique au Canada, est passé d'un excédent jamais vu de 5,7 % du PIB en 2001 à un déficit de 2,0 % du PIB actuellement. La dégradation de la balance commerciale a été concentrée sur les quatre grands secteurs de l'exploitation forestière, du gaz naturel et liquides du gaz naturel, des biens durables (automobiles, pièces d'automobiles, électronique) et des biens de consommation. Dans ces deux derniers secteurs, la compétitivité a été oblitérée par la fermeté du dollar canadien, causant la délocalisation de la production vers d'autres pays. Cette situation pourrait persister tant que la valeur du dollar canadien restera supérieure à sa parité à long terme qui, d'après nous, est de l'ordre de 0,87 \$ US (graphique 4). Mais un recul de la valeur du dollar canadien vers ce taux pourrait stimuler les exportations et déclencher une accélération de la croissance à moyen terme.



Le troisième et dernier facteur qui explique la faiblesse de croissance au Canada est la baisse des investissements, surtout dans le

secteur des ressources. Dans ce secteur, qui attire le cinquième des investissements de tout le secteur privé, les investissements ont augmenté à un rythme annuel proche du double de toutes les dépenses en immobilisations au cours de la dernière décennie (11,5 % contre 6,2 %). Il est très improbable que cette tendance persiste car les prix des ressources plafonnent ou baissent depuis trois ou quatre ans. Selon un sondage de février 2013 de Statistique Canada sur les intentions d'investissement de 28 000 sociétés ouvertes et fermées, les investissements dans le secteur des ressources baisseront probablement de 2,5 % en 2013. Nous estimons donc que la croissance des investissements globaux baissera de 7,2 % en 2012 à 1,7-2,0 % pour les deux prochaines années.

En dépit de l'effet de frein de ces trois facteurs, nous ne prévoyons ni un fléchissement marqué de l'économie, ni une récession. Le revenu disponible des particuliers devrait augmenter à un rythme raisonnable et la conjoncture budgétaire, qui est saine, ne ralentira pas la croissance. Nous prévoyons pour le Canada une croissance du PIB réel de quelque 1,5 % en 2013 et en 2014. Si le dollar fléchit, l'augmentation des exportations pourrait améliorer ces chiffres.

### **En bourse, le choix de titres reste primordial**

Malgré nos prévisions plutôt ternes pour l'économie canadienne, nous pensons que les titres de sociétés canadiennes de qualité qui figurent dans nos portefeuilles produiront de bons rendements, même dans un environnement de faible croissance.

Le secteur bancaire canadien, qui attire l'attention en ce moment, en est un exemple. Certains investisseurs se sont récemment inquiétés de l'exposition qu'ont les bilans des banques à un marché du logement surchauffé et à des consommateurs fortement endettés, craignant que la progression des bénéfices de l'industrie en souffre à moyen terme. Pour notre part, nous pensons que ces risques sont gérables.

D'abord, selon notre scénario de base d'une croissance de l'emploi faible mais positive et d'un retranchement dans le secteur du logement, une crise telle que celle qui a dévasté le secteur bancaire aux États-Unis n'est pas imminente. Au Canada, les recours dont disposent les banques contre les emprunteurs hypothécaires en défaut sont solides ; contrairement à ceux des États-Unis, les emprunteurs canadiens doivent payer leurs dettes. En outre, plus de la moitié des créances des banques canadiennes dans ce secteur sont assurées, surtout par la SCHL, une institution garantie par l'État. Pour le reste des hypothèques, qui ne sont pas assurées, le ratio prêt vs. collatéral est à 53 %. Nous estimons donc que le prix des maisons peut diminuer de 35 % avant que les banques commencent à générer des pertes significatives. Troisièmement, les engagements directs des banques sur le marché de la construction d'immeubles en copropriété sont peu élevés (4 milliards \$CAD) par rapport à leur capital global (175 milliards \$CAD) et aux bénéfices avant provisions annuels (55 milliards \$CAD). Enfin, le capital de base global du secteur bancaire canadien a augmenté de 30 % depuis cinq ans et il atteint ou dépasse les normes de Bâle 3.

Nous privilégions les banques canadiennes qui réalisent une bonne partie de leurs bénéfices sur leur participation à la croissance de marchés étrangers car nous pensons que la croissance de leurs actifs canadiens va ralentir. Nos choix reposent aussi sur la conviction que les banques augmenteront avec prudence leurs provisions pour pertes éventuelles. Les actions des banques canadiennes se négocient actuellement à dix fois le bénéfice et elles paient des dividendes de 4 % à 5 %, un niveau d'évaluation que nous jugeons attrayant. Nous pensons que les banques canadiennes dont nous détenons des actions amélioreront leurs bénéfices nets de 5 % par an, un chiffre qui, compte tenu des dividendes, devrait assurer à moyen terme des rendements totaux satisfaisants.

## Conclusion : nous préférons les actions aux obligations

Malgré le recul des cours en juin, le rendement des actions dans le monde depuis douze mois a été substantiel. En Amérique du Nord, le S&P 500 a progressé de 24,4 % en dollars canadiens et le S&P/TSX a gagné 7,9 %. En Europe, le FTSE 100 est en hausse de 15,8 %, le DAX a monté de 31,4 % et le CAC 40 affiche 29,1 % de hausse. Ailleurs, le Nikkei a gagné 28,6 %, tandis que le MSCI Marchés émergents a progressé de 6,5 %. La plupart des grands indices boursiers se maintiennent encore à des niveaux d'évaluation raisonnables. Selon les prévisions de résultats pour 2013, le S&P 500 et le S&P/TSX se situent à 14 fois environ les bénéfiques. En Europe, le FTSE 100, le DAX et le CAC 40 atteignent environ 12 fois les bénéfiques. Ailleurs, le Nikkei 225 se négocie à 17,3 fois les bénéfiques environ et le MSCI Marchés émergents, à 10,1 fois les bénéfiques. Dans tous les grands pays industriels, sauf aux États-Unis, les taux de dividendes dépassent ceux des obligations d'État à dix ans.

Au Canada, en dépit d'une croissance que nous prévoyons inférieure à la tendance à long terme, les taux longs ne reflètent pas les fondamentaux de l'économie. Le taux à dix ans des titres d'État – 2,44 % à la fin du deuxième trimestre – est inférieur au taux de croissance du PIB nominal et n'offre guère de protection par rapport à la cible d'inflation de 2 % de la banque centrale. En outre, le déplacement des capitaux vers les actions, au détriment des titres à revenu fixe, accentuera les pressions à la hausse sur les taux. Ainsi, nous maintenons une très courte durée pour nos portefeuilles obligataires et nous sous-pondérons les obligations dans les portefeuilles équilibrés, car nous prévoyons que les rendements des titres à revenu fixe seront faibles pour les deux prochaines années. À moyen terme, le rendement d'un portefeuille d'actions soigneusement choisies dépassera celui des quasi-espèces et des obligations.

---

*Dans ce texte, le « dollar » est le dollar US, sauf indication contraire.*

*Vous pouvez consulter les éditions précédentes de nos Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers sur notre site Web au [www.lba.ca](http://www.lba.ca)*

*Les présents renseignements ont été obtenus de sources que nous croyons fiables mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et notre interprétation de ces renseignements. L'analyse de Letko, Brosseau et Associés Inc. comprend des prévisions explicites ou implicites qui pourraient ne pas se réaliser et même différer sensiblement de la réalité future. Il va de soi que, de par sa nature même, tout énoncé prévisionnel est incertain et comporte des risques inhérents.*